



EBITDA, um estudo exploratório – as cotadas PSI-20 e IBEX-35

Hugo Miguel Monteiro Soares

Orientação: Professor Doutor

Rui Couto Viana

Setembro, 2012

Dissertação de Mestrado em Contabilidade

Nota Biográfica

Hugo Miguel Monteiro Soares, nascido no Porto a 1 de março de 1986.

Licenciou-se em Economia, pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto, em 2008. Em 2012 concluiu a parte escolar do Mestrado em Contabilidade, na mesma instituição de ensino.

Profissionalmente exerce o cargo de técnico de auditoria interna na sociedade SPGM – Sociedade de Investimento, S.A.. Anteriormente exerceu o cargo de técnico de auditoria externa nas sociedades Carlos Teixeira, Noé Gomes & Associado, SROC e Paula Saraiva & Manuel Pereira, SROC, após ter estagiado na Central de Balanços do Departamento de Estatística, do Banco de Portugal, como analista.

Agradecimentos

De forma particular, agradeço ao Professor Doutor Rui Couto Viana, pela orientação, dedicação e disponibilidade que me concedeu ao longo deste projeto.

Não podia deixar de agradecer, a todos aqueles, que de uma forma ou de outra, me ajudaram na execução deste projeto, em especial, à minha namorada pela paciência, compreensão e apoio transmitido.

A estes, o meu sincero agradecimento.

Resumo

A informação contabilística é uma ferramenta essencial na tomada de decisões de gestão. Um dos muitos instrumentos utilizados como suporte a estas decisões são os indicadores económico-financeiros, e entre eles encontra-se o Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA), que tem como objetivo avaliar o desempenho operacional da empresa, ou seja, a capacidade de uma empresa gerar recursos através da sua atividade operacional.

Esta dissertação tem como enfoque o indicador EBITDA, com o objetivo de identificar como as empresas apresentam e divulgam este indicador e a evolução deste no tempo. Para tal analisou-se os Relatórios & Contas dos últimos 4 exercícios económicos (2008, 2009, 2010 e 2011) das empresas não financeiras que compõem o índice PSI-20 e o índice IBEX-35¹.

Dois pontos fortes, apontados pela literatura, para o uso do EBITDA, são o facto de permitir a comparação entre empresas e, através da sua variação, verificar se uma empresa apresenta melhorias ao nível da sua atividade operacional.

O objetivo é verificar se há uma metodologia única de cálculo do EBITDA, dado não haver exigências legais ao seu cálculo e divulgação, e se o seu cálculo e divulgação têm sofrido impactos com o tempo. Tal situação deve ser tida em conta pelos analistas.

O presente trabalho pretende ser um estudo caracterizador sobre a construção do EBITDA, nas empresas não financeiras cotadas em Portugal e Espanha. Para tal pretendemos responder às seguintes perguntas:

Todas divulgam o EBITDA? E como?

Quantas apresentam a forma de cálculo?

Quantas utilizam o EBITDA Recorrente?

Quantas alteram a sua forma de cálculo?

¹ Para esta análise considerou-se as empresas que compunham os índices à data de 31 de dezembro de 2011.

Os resultados demonstram que o EBITDA é um indicador usado por grande maioria das empresas nos seus reportes ao mercado, no entanto, o seu cálculo não segue uma metodologia única, sendo que cerca de 50% das empresas não demonstram a forma como chegam ao valor do EBITDA por elas indicado, o que debilita o poder comparativo do indicador.

Palavras-chave: EBITDA, EBITDA Recorrente, EBITDA Ajustado, Fluxo de Caixa Operacional

Abstract

Accounting information is an essential tool in management decisions. One of the many tools used to support these decisions are the economic and financial indicators, and among them is the Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA), which aims to evaluate the operating performance of the company, in other words, the ability of a company to generate resources through its operating activities.

This dissertation focuses on the EBITDA indicator, with the goal of identifying how companies present and disseminate this indicator and this evolution in time. For this we analyzed the Annual Reports of the last four financial years (2008, 2009, 2010 and 2011) of non-financial companies that make up the PSI-20 and the IBEX-35 index.

Two strengths mentioned by the literature for the use of EBITDA, are that allow comparison between companies and, through their variation, check if a company introduces improvements in its operating activities.

Goal is to verify that there is a unique methodology of calculation of EBITDA, as there are no legal requirements to their calculation and dissemination, and their calculation and dissemination have been impacted over time. This situation must be taken into account by analysts.

This work intends to be a study on the characterization of construction EBITDA in non-financial companies listed on Portugal and Spain. To this end we intend to answer the following questions:

All disclose EBITDA? And how?

How many are in the form of calculation?

How many use the Recurring EBITDA?

How many change their way of calculation?

The results show that EBITDA is a measure used by most companies in their reports to the market, however, the calculation does not follow a single methodology for

calculating, with around 50% of companies do not show how to arrive EBITDA value indicated by them, which weakens the comparative power of indicator.

Keywords: EBITDA, Recurring EBITDA, Adjusted EBITDA, Operating Cash Flow

Índice

Nota Biográfica.....	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	v
Índice	vii
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Tabelas	viii
Índice de Gráficos.....	viii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	7
2.1. O Conceito	7
2.2. EBIT e a relação com o EBITDA	10
2.3. As críticas	11
2.4. A defesa	15
2.5. O EBITDA em estudos empíricos	16
2.6. (Des)Enquadramento normativo do EBITDA	19
3. Estudo empírico.....	21
3.1. Objetivo	21
3.2. Seleção e coleta de dados.....	21
3.3. Metodologia	23
4. Resultados.....	25
4.1. Divulgação do EBITDA	25
4.2. Fórmula de Cálculo.....	27
4.3. EBITDA Recorrente	35
5. Conclusão	40
Referências Bibliográficas	43

Índice de Figuras

Figura 1 – Demonstração de Resultados por Natureza, Sistema de Normalização Contabilística	5
Figura 2 - Relação EBIT - EBITDA	10

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Críticas ao uso do EBITDA	12
Tabela 2 – Empresas não financeiras do PSI-20	22
Tabela 3 – Empresas não financeiras do IBEX-35	22
Tabela 4 – Fórmula de cálculo do EBITDA apresentada nos Relatórios e Contas, empresas do PSI-20	27
Tabela 5 – Fórmula de cálculo do EBITDA apresentada nos Relatórios e Contas, empresas do IBEX-35	31
Tabela 6 - EBITDA Recorrente, PSI-20	35

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Empresas que apresentam o EBITDA no PSI-20	25
Gráfico 2 - Empresas que apresentam o EBITDA, no IBEX-35	26
Gráfico 3 - Empresas que apresentam o EBITDA, mercado ibérico	26
Gráfico 4 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, PSI-20	29
Gráfico 5 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, IBEX-35	33
Gráfico 6 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, mercado ibérico	34
Gráfico 7 – Empresas apresentam o EBITDA Recorrente, PSI-20	36
Gráfico 8 – Indicador apresentado, PSI-20	37
Gráfico 9 – Indicador apresentado, IBEX-35	38

1. Introdução

Esta dissertação insere-se no âmbito da obtenção do grau de mestre, no Mestrado em Contabilidade.

O estudo justifica-se pela importância atribuída, pelos preparadores e *stakeholders* da informação contabilística, ao indicador EBITDA e é motivado pela importância que a informação financeira e contabilística representa para os mercados e pelo escasso número de estudos académicos em Portugal abordando o EBITDA.

A contabilidade é um sistema de informação que recolhe e trabalha dados, de acordo com normas e princípios pré-definidos, com vista a transmissão de informação fiável, relevante e tempestiva, que visa satisfazer as necessidades de informação dos *stakeholders* e ser uma ferramenta importante no processo de tomada de decisões.

Num ambiente cada vez mais dinâmico, competitivo que caracteriza a teia empresarial e os mercados financeiros em todo o mundo, a rapidez na tomada de decisões ganha relevo, pelo que a obtenção de informação relevante, de forma tempestiva, para orientar a tomada de decisões é um fator crucial.

Uma das ferramentas mais utilizadas, para este efeito, são os indicadores económico-financeiros, cuja sua fonte é a informação contabilística, sendo a análise de indicadores tão mais confiável quanto maior for a confiança do seu utilizador na informação transmitida. O objetivo da análise de indicadores é fazer, tanto quanto possível, um diagnóstico da situação da empresa, quer seja com o objetivo de escrutinar e solucionar problemas quer seja com o objetivo de tomar decisões de investimento ou de financiamento.

Com a globalização e o desenvolvimento do mercado de capitais, a competição entre empresas cresce também na procura de investidores, pelo que o bom desempenho económico-financeiro e a sua sinalização junto do mercado é uma indigência dos tempos que correm, com vista à recolha de recursos para o investimento necessário para a sobrevivência no mercado.

O EBITDA é uma ferramenta criada com vista a ultrapassar as dificuldades de avaliação entre empresas, e de empresas que participam em vários mercados, com regras

contabilísticas distintas entre si. O EBITDA pretende ser um indicador não influenciado pelas vicissitudes das regras contabilísticas de diferentes mercados. A transparência da informação contabilística é uma característica indispensável nas demonstrações financeiras das empresas, tendo em conta a credibilidade das empresas. Tendo em conta as dificuldades existentes na harmonização da informação baseada em diferentes convenções contabilísticas, o EBITDA surgiu como método para comparar o desempenho operacional entre empresas, sendo visto como um indicador que não é influenciado pelas diferentes regras contabilísticas.

Dispondo as empresas de inúmeros indicadores é necessário escolher indicadores que sejam satisfatórios e representativos para o mercado, empresa e gestores, ou seja, que concilie as necessidades dos diferentes agentes. Segundo Frezatti (2005) o que poderia ser um objetivo simples revela-se complexo, pois os diferentes *stakeholders* têm objetivos, graus de assimetria, absorção de informação e graus de tolerância, em termos de sofisticação, distintos.

O EBITDA é um indicador financeiro, que tem como objeto avaliar o desempenho operacional da empresa, ou seja, a capacidade de uma empresa gerar recursos através da sua atividade operacional, sendo utilizado pela grande maioria das empresas, se não por todas, nos seus reportes ao mercado. Essa geração de recursos é a principal fonte para a empresa remunerar as fontes de financiamento (externas e internas) e honrar os seus compromissos.

Contudo o EBITDA é um indicador que causa polémica. Há defensores que apontam as suas vantagens e críticos que destacam as suas fragilidades e as limitações da sua aplicação. Para uma maior segurança nas conclusões a que se chega, na análise de empresas a partir dos dados contabilísticos, deve-se ter conhecimento profundo das implicações e variáveis dos indicadores usados.

O argumento central na defesa ao uso do EBITDA prende-se com o facto de este ser uma *proxy* do fluxo de caixa operacional, que o torna um indicador melhor que o resultado líquido para os *stakeholders*.

E sendo o EBITDA um indicador apurado a partir da demonstração de resultados da empresa, poderá ser calculado com alguma facilidade, o que também agrada aos *stakeholders*.

A expressão “operacional” detém para o cálculo do EBITDA uma extrema relevância, estando o mesmo intimamente ligado ao ciclo de atividade, ou seja, ao objeto social da empresa.

Apesar do seu largo uso e da importância que lhe é atribuída, o EBITDA não é um indicador definido nas normas internacionais de contabilidade. Não existe assim uma metodologia rígida de cálculo, pelo que o EBITDA apresentado por uma empresa pode não ser comparável ao EBITDA apresentado por outra empresa.

A CMVM em 2005 fez uma consulta pública com vista aprovação de recomendações às empresas cotadas europeias, aprovadas pelo Comité das Autoridades de Regularização dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR)², sobre a utilização de linguagem comum na divulgação de relatórios financeiros, com a finalidade de evitar discrepâncias na utilização de indicadores de performance não definidos nas IAS/IFRS, onde se inclui o EBITDA. As recomendações propostas pelo CESR foram:

- Que sejam sempre respeitados na prestação de informação financeira os princípios da relevância, comparabilidade, consistência, e compreensão (em que se baseiam as IAS/IFRS);
- Que sempre que seja utilizado outro indicador de *performance* que não os estabelecidos nas IAS/IFRS, seja também indicado o significado desse indicador;
- Que o significado e a utilização dos indicadores de *performance* alternativos seja constante ao longo do tempo;
- Que sejam sempre indicadas as diferenças dos indicadores de *performance* alternativos relativamente aos indicadores obrigatórios previstos nas IAS/IFRS;

² Recomendação emitida pelo CESR, referência CESR/05-178 b) de Outubro.

- Que na prestação de informação seja dada aos indicadores de *performance* alternativos uma importância equivalente à dos indicadores previstos nas IAS/IFRS de que mais se aproximam;
- Que seja explicado o motivo pelo qual são utilizados indicadores de *performance* alternativos.

Porém na demonstração de resultados por natureza (figura 2), apresentada pela estrutura concetual do Sistema de Normalização Contabilístico, introduzido em Portugal, engloba um primeiro subcálculo intitulado “Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos”, que aos olhos do legislador pretende ser o “tradicional” indicador EBITDA. A demonstração de resultados pretende assim destacar informação económica sobre a atividade operacional, isto é, corrente da entidade. Permitindo aos utilizadores da informação obter de forma direta informação sobre a capacidade da atividade operacional da entidade gerar *cash*.

Mas para esta premissa seja cumprida todos os rendimentos e gastos devem ser registados de acordo com função da empresa está associada, e não apenas relativamente à natureza da operação. Assim sendo, aqueles ganhos ou perdas de carácter financeiro, que não estejam diretamente relacionadas com financiamento da entidade devem ser incluídas em rubricas anteriores ao subcálculo “Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos” e as operações relacionadas com o financiamento da entidade devem ser incluídos, na demonstração de resultados, nas rubricas “Juros e rendimentos similares obtidos” e “Juros e gastos similares obtidos” após “Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos”.

Figura 1 – Demonstração de Resultados por Natureza, Sistema de Normalização Contabilística

Entidade:

DEMONSTRAÇÃO (INDIVIDUAL/CONSOLIDADA) DOS RESULTADOS POR NATUREZAS

PERÍODO FINDO EM XX DE YYYYYY DE 200N

UNIDADE MONETÁRIA (1)

RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	PERÍODOS	
		N	N-1
Vendas e serviços prestados		+	+
Subsídios à exploração		+	+
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos		+ / -	+ / -
Variação nos inventários da produção		+ / -	+ / -
Trabalhos para a própria entidade		+	+
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas		-	-
Fornecimentos e serviços externos		-	-
Gastos com o pessoal		-	-
Imparidade de inventários (perdas/reversões)		- / +	- / +
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)		- / +	- / +
Provisões (aumentos/reduções)		- / +	- / +
Imparidade de investimentos não depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		- / +	- / +
Aumentos/reduções de justo valor		+ / -	+ / -
Outros rendimentos e ganhos		+	+
Outros gastos e perdas		-	-
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		=	=
Gastos/reversões de depreciação e de amortização		- / +	- / +
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		- / +	- / +
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		=	=
Juros e rendimentos similares obtidos		+	+
Juros e gastos similares suportados		-	-
Resultado antes de impostos		=	=
Imposto sobre o rendimento do período		- / +	- / +
Resultado líquido do período		=	=
Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			
Resultado líquido do período atribuível a: (2)			
Detentores do capital da empresa-mãe			
Interesses minoritários		=	=
Resultado por acção básico			

(1) – O euro, admitindo-se, em função da dimensão e exigências de relato, a possibilidade de expressão das quantias em milhares de euros

(2) Esta informação apenas será fornecida no caso de contas consolidadas

Fonte: Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro

Este trabalho pretende verificar se o EBITDA segue uma metodologia única de cálculo e se o seu cálculo e conceito têm sofrido influências ao longo dos tempos com vista à evolução do indicador como representação do potencial de geração de fluxo de caixa operacional derivado de ativos genuinamente operacionais.

O trabalho inicia-se com uma exploração do conceito de EBITDA, apresentando uma análise crítica, com os vários argumentos a favor e contra a utilização deste indicador, com apresentação de alguns trabalhos científicos realizados, que se debruçam sobre o indicador EBITDA. Depois apresenta-se a análise aos dados das empresas não-financeiras do PSI-20 e IBEX-35, com vista a responder às perguntas expostas no sumário executivo, sobre a utilização do EBITDA, nomeadamente se utilizam as mesmas rubricas no seu cálculo e se a metodologia de cálculo e divulgação tem sofrido alterações ao longo do tempo.

2. Revisão de Literatura

2.1. O Conceito

O EBITDA é um indicador económico-financeiro largamente usado por analistas e investidores para análise do desempenho de empresas (principalmente empresas de capital aberto e com valores mobiliários em negociação em mercado), nomeadamente pela capacidade, que lhe é atribuída, de medir o desempenho operacional da empresa, ou seja, de medir a eficiência e a produtividade do negócio da empresa, sendo também vulgarmente chamado de “*Cash-Flow Operacional*”³.

Uma das preocupações do “*Corporate Governance*” é a divulgação e a transparência da informação contabilística, indispensável para a credibilidade das instituições. Num mercado globalizado, com empresas a participarem em vários mercados, a harmonização da informação contabilística, baseada em regras e convenções contabilísticas distintas, é uma necessidade em prol da transparência da informação. Tendo em conta as dificuldades de tal harmonização, o EBITDA surgiu como ferramenta para ultrapassar tais dificuldades. O EBITDA pretende ser um indicador que promove a comparação do “*core business*” de empresas, uma vez que é visto como um indicador que não é influenciado pelas diferentes convenções contabilísticas.

O seu mérito reside no facto de ser uma aproximação do caixa operacional gerado, calculado com relativa facilidade, a partir da demonstração de resultados, o que agrada aos stakeholders. Mas o seu uso não é consensual, como veremos à frente, são diversos os argumentos quer a favor, quer contra o uso deste indicador.

O acrónimo EBITDA, corresponde à expressão inglesa “Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization”, que em português significa “Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações”, e tem como objetivo medir o desempenho operacional da empresa, expurgando os efeitos das decisões de financiamento e da política de investimento da empresa, nomeadamente a subjetividade existente na política de depreciações e amortizações, e o regime fiscal, sobre qual a empresa não tem influência.

³ Diverge do Free Cash Flow na medida que não tem em consideração a variação do Fundo de Maneio

O uso deste indicador terá começado na década de 60, mas só na década de 80 ganhou notoriedade. Segundo Greenberg (1998), o EBITDA tornou-se, nessa altura, o modo de avaliação de empresas altamente endividadas.

Segundo Knowledge@Wharton (2002) o EBITDA foi usado na década de 80 e 90 por muitos analistas e outros especialistas para analisar e comparar o *core business* das empresas. Os analistas pensaram que ao expurgar itens não diretamente relacionados com atividade operacional da empresa, poderiam fazer uma análise mais exata e uma comparação das “principais operações” das empresas.

Segundo Zaffani (2005) o EBITDA ganhou notoriedade no mercado norte-americano na década de 70, como medida do tempo necessário para uma empresa com grande investimento em infra estruturas viesse a prosperar no longo prazo. Tendo de tal forma se propagado a sua utilização que tem sido usado, principalmente nas sociedades abertas, como a principal e muitas vezes a única medida de avaliação do desempenho e da capacidade futura de gerar “*Cash-Flow*”.

Segundo McClure (2010), o EBITDA ganhou relevo em meados dos anos 1980, quando os “leveraged buyout investors” usavam o indicador para analisar empresas com maior endividamento, e verificar a sua capacidade para cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Tendo em consideração que o EBITDA permite a comparação da saúde financeira de diversas empresas.

O conceito de EBITDA levanta contudo algumas dúvidas, nomeadamente porque o seu conceito e forma de cálculo não está claramente definida, não segue uma metodologia única, dando fruto que a sua fórmula de cálculo possa divergir de empresa para empresa.

O EBITDA é apurado a partir da informação contabilística, mais concretamente da demonstração de resultados, e tem como objetivo medir a capacidade de gerar resultados por parte do *core business* de uma empresa. Ao resultado é retirado os efeitos das decisões de financiamento, da política de investimento da empresa, nomeadamente a subjetividade existente na política de depreciações e amortizações, e o regime fiscal, sobre qual a empresa não tem influência. O EBITDA aproxima-se assim do fluxo de

caixa operacional, sendo que nem todo o fluxo de caixa que uma empresa gera é oriundo da sua atividade operacional.

Segundo Martins (1998), o EBITDA corresponde ao potencial de caixa que o ativo operacional de uma empresa é capaz de gerar, antes de considerar o custo de capital. Sendo que o EBITDA não é o fluxo de caixa operacional gerado fisicamente, uma vez que pode existir variações no fundo de maneiio.

Segundo Vasconcelos (2002), o EBITDA é um poderoso indicador de desempenho financeiro, pois reflete o potencial de geração de “cash” da atividade operacional da empresa, pelo que não considera itens não decorrentes da atividade operacional da empresa. O EBITDA é um “(...) misto de indicador de desempenho económico-financeiro e base para avaliação de empresas (...), o que ressalta a sua importância do EBITDA”.

Hoji (2004) defende que o EBITDA mostra se os ativos operacionais estão a gerar “cash” uma vez que no seu cálculo apenas é considerado os resultados operacionais que afetam o caixa.

Derivado das vantagens que lhe são atribuídas, o EBITDA ganhou relevo e importância entre os indicadores usados, porém a imagem de indicador confiável e livre de manipulações tem sido questionada por eventos como os da empresa WordCom. Inc que ao ter considerado algumas despesas como investimentos de capital, no valor do EBITDA apresentado, sobreavaliou o valor deste (BYRNES; LOWRY, 2002), transmitindo uma imagem incorreta para o mercado. Estes eventos fizeram crescer o enfoque e o debate sobre o uso do indicador EBITDA.

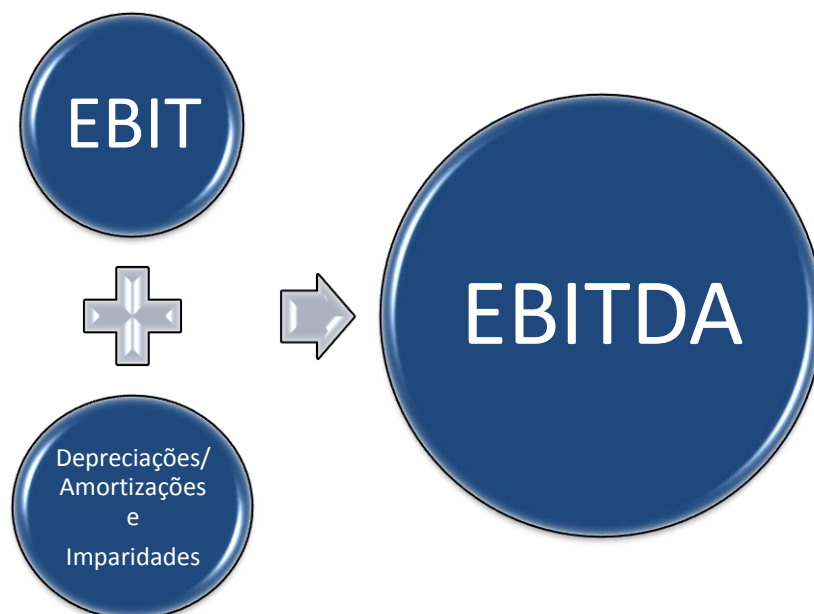
Existe uma tendência para que o EBITDA não caia em desuso, mas que a sua utilização seja associada a outros indicadores na análise financeira e económica de uma empresa, pois existe uma melhor apreensão das suas limitações.

2.2. EBIT e a relação com o EBITDA

Importa, antes de mais, explicitar o significado do acrónimo EBIT. EBIT é a sigla inglesa para a expressão “Earning Before Interests, and Taxes”, que em português significa “Lucro antes dos Juros e Impostos”. O EBIT corresponde, segundo Marques *et al* (2008) a uma medida de lucro mais ligada ao resultado de natureza operacional auferido pela sociedade, que não inclui resultado financeiro, dividendos ou juros sobre o capital próprio, resultado de equivalência patrimonial e outros resultados não operacionais. O EBIT representa assim os resultados da empresa antes de impostos e resultados financeiros.

Assim sendo o EBIT relaciona-se com o EBITDA de acordo com a seguinte figura:

Figura 2 - Relação EBIT - EBITDA



Tal como o EBITDA o EBIT pode ser retirado da demonstração de resultados, ao resultado líquido soma-se o valor dos impostos pagos e o resultado financeiro e obtemos assim o EBIT, que expurgando assim os efeitos das decisões de financiamento e do regime fiscal pretende refletir, também, o desempenho operacional da entidade.

- $EBIT = \text{Resultado Líquido} + \text{Impostos} + \text{Resultado Financeiro}$

A grande diferença está no facto de o EBITDA expurgar também a política de investimento da empresa, nomeadamente a subjetividade existente na política de depreciações e amortizações. O EBITDA removendo estes itens, que não representam verdadeiros fluxos monetários, torna-se uma melhor aproximação do fluxo de caixa operacional gerado.

Em ambos os casos o que se pretende é medir o desempenho operacional.

2.3. As críticas

O EBITDA é um indicador que causa polémica. Há defensores que apontam as suas vantagens e críticos que destacam as suas fragilidades e as limitações da sua aplicação.

McClure (2010) defende que o seu uso deve ser cuidadoso, já que *“In the absence of other considerations, EBITDA provides an incomplete and dangerous picture of financial health”*.

Nomeadamente porque ignora as necessidades de fundo de maneo diárias de uma empresa, por exemplo, em caso de empresas em rápido crescimento, que para converter o seu crescimento em vendas acumulam *stocks* e aumentam as contas a receber, itens que vão absorver parte do *cash* gerado pelas atividades operacionais, algo que o EBITDA não vai ter em consideração. O EBITDA poderá indicar que a atividade operacional da empresa está a gerar *cash*, mas na realidade, os fluxos de caixa podem ser negativos. Pelo que tratar o EBITDA como substituto do fluxo de caixa, não tendo em atenção os fluxos de caixa efetivos, pode ser perigoso, porque o indicador não indica se o *cash* gerado está a ser materializado em fluxos monetários.

Alguma relutância do uso do indicador EBITDA resulta, também, de ele não englobar o endividamento, o que podia não ser um problema, se o capital fosse abundante e barato, pois uma empresa sendo comprada por uma empresa maior e mais lucrativa a dívida podia ser paga, por esta a um preço menor (Gradilone 2002). Mas numa situação de crédito mais apertado, como a que vivenciámos hoje, esta problemática ganha maiores contornos. Os desembolsos relativos ao endividamento podem representar uma parte significativa da saída de *cash* da empresa, pelo que empresas que apresentem EBITDA

positivo podem não estar a gerar *cash* suficiente para fazer face às suas obrigações financeiras e a outros pagamentos.

Outra crítica apontada é o facto de não colocar em ponderação as necessidades de reinvestimento. Ao não ter em consideração a existência de setores com necessidades periódicas de reinvestimento, devido ao ciclo de vida curto dos seus ativos, ignora assim características específicas de determinadas empresas ou setores, pelo que o EBITDA pode demonstrar capacidade de gerar *cash*, mas que pode não ser o suficiente para cobrir essas necessidades de reinvestimento.

O artigo, de Stumpp *et al.* (2000), intitulado “Putting EBITDA In Perspective: Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow”, aponta dez críticas ao EBITDA, conforme se apresenta na tabela seguinte:

Tabela 1 - Críticas ao uso do EBITDA

Críticas ao EBITDA
1. Uma vez que nenhuma variação de contas do balanço é incluída no cálculo do EBITDA, este é maior do que o fluxo de caixa operacional quando o capital circulante está em fase de crescimento. Isso acontece porque o caixa gerado, pelas operações, é absorvido por contas de balanço para suportar tal crescimento;
2. O EBITDA não é um bom indicador de liquidez por não considerar alguns elementos, como por exemplo a estabilidade do fluxo de caixa e as necessidades de fundo de maneo;
3. Por não considerar as necessidades de reinvestimento, o EBITDA evidencia um montante de geração de caixa, que não deve ser considerado disponível, nomeadamente em empresas com ativos de vida curta, pois, nesses casos, as necessidades de reinvestimento são significativas;
4. O EBITDA desconsidera a depreciação e a amortização e a empresa conta com o caixa gerado pelas atividades operacionais para financiar novos investimentos, mas a depreciação e a amortização podem não estar inteiramente disponíveis para a cobertura das dívidas;

5. O cálculo de múltiplos baseados no EBITDA para aquisição de empresas não fornece algumas informações específicas essenciais, como a qualidade dos ativos da empresa adquirida, a sua administração, o mercado ao qual ela opera ou as perspectivas de crescimento;
6. As políticas contabilísticas podem afetar a qualidade dos lucros e, portanto, o EBITDA. Por exemplo, as políticas contabilísticas que antecipam o reconhecimento de receitas, sem que a realização financeira esteja próxima, enfraquecem o EBITDA como indicador de comparação de fluxos de caixa entre empresas;
7. EBITDA não é um denominador comum nas convenções contabilísticas internacionais, o que torna o EBITDA de empresas de diferentes países incomparáveis;
8. As cláusulas de contrato relacionadas ao controlo de níveis de endividamento definem testes para a avaliação desse nível. Quando tais testes são baseados no EBITDA, eles assumem que este é sinónimo de fluxo de caixa e está totalmente disponível para o pagamento do serviço da dívida, portanto ignora as necessidades de fundo de maneo e de reinvestimentos;
9. O EBITDA pode facilmente ser manipulado em função de políticas contabilísticas agressivas relacionadas ao reconhecimento de rendimentos e gastos, por exemplo. Como consequência disso, o EBITDA pode, eventualmente, desviar-se da realidade;
10. O EBITDA de empresas de diferentes setores pode não ser comparável, já que cada setor possui diferentes tipos de ativos. Em função disso, os níveis de depreciação e as necessidades de reinvestimento são diferentes, pois o tempo de duração dos ativos é desigual.

No mesmo artigo os autores destacam ainda uma citação presente no relatório da empresa Unicco, Inc., que comenta as limitações do EBITDA, “Quando da avaliação do EBITDA, os investidores deveriam considerar que o EBITDA:

- não deveria ser considerado isoladamente, mas agregado a outros fatores que podem influenciar as atividades operacionais e de investimento, tais como as mudanças nos ativos e passivos operacionais e as aquisições de imobilizado;
- não é uma medida de desempenho calculada de acordo com os princípios de contabilísticos geralmente aceites;
- não deveria ser construído como uma alternativa ou em substituição ao lucro das operações, lucro líquido ou fluxo de caixa das atividades operacionais na análise de *performance* operacional, posição financeira ou fluxos de caixa da empresa; e
- não deveria ser utilizado como um indicador de *performance* da operação da empresa ou como uma medida da sua liquidez”.

Segundo Knowledge@Wharton (2002), para John Percival, professor adjunto de finanças da Wharton, usar o EBITDA para avaliar empresas é ridículo. O problema é que o valor da empresa é um conceito de capital e o valor do capital deriva do fluxo de caixa futuro, por não considerar os dispêndios de capital e outras despesas, como juros, que podem ser responsáveis por uma significativa saída de caixa, o EBITDA é uma aproximação precária do fluxo de caixa livre (free cash flow).

Os fluxos de caixa das empresas são divididos não em uma, mas em três partes, e o EBITDA contempla apenas uma delas. Apesar de poder ser um indicador útil em casos específicos, quando não se dispõe do fluxo de caixa ou quando utilizado como complemento na análise ampla dos componentes do fluxo de caixa.

2.4. A defesa

Apesar do seu uso não ser unânime e das críticas ao seu uso, o EBITDA é considerado um indicador muito importante, pois se propõe a medir a eficiência da entidade, visto que pretende demonstrar o potencial de geração de fluxo de caixa operacional derivado de ativos genuinamente operacionais desconsiderando a estrutura financeira, os efeitos fiscais e outros gastos que não implicam saída de recursos efetivos, sendo ainda um indicador que pode ser calculado com relativa facilidade.

Desta forma o EBITDA é apontado como uma medida global, que permite analisar a evolução da produtividade de uma empresa e fazer a comparação entre empresas avaliando a produtividade e eficiência das suas atividades operacionais, ou seja do seu negócio. Possibilita que informações de diferentes empresas possam ser confrontadas, mesmo globalmente, sem que decisões de investimento e financiamento influenciem o julgamento, avaliando, desse modo, unicamente a produtividade e a eficiência da entidade.

Cathy Schrand (2003), professora de contabilidade da Wharton School, da Universidade da Pensilvânia, assinala que o EBITDA fornece uma medida do desempenho de uma empresa, independentemente da forma como esta foi financiada.

Segundo Zaffani (2005) os defensores do EBITDA sustentam, entre outros, os seguintes argumentos:

- Pode ser utilizado na análise do lucro entre empresas;
- Por eliminar os efeitos dos financiamentos e das decisões meramente contabilísticas, a sua utilização pode fornecer uma boa análise comparativa, pois mede a produtividade e a eficiência do negócio;
- O EBITDA como percentual de vendas pode ser utilizado para identificar as empresas mais eficientes dentro de um determinado segmento de mercado;
- O EBITDA pode ser utilizado para comparar a tendência do lucro nas indústrias pesadas (ex.: siderurgia e automóvel) e até as de alta tecnologia, porque remove da análise, o impacto dos financiamentos de grandes investimentos de capital;

- A variação percentual do EBITDA de um ano em relação a outro mostra aos investidores se uma empresa conseguiu ser mais eficiente ou aumentar a sua produtividade;
- O EBITDA é uma excelente ferramenta de medição para organizações que apresentem uma utilização intensiva dos equipamentos (mínimo de vinte anos).

Contudo há quem defina que o valor do EBITDA deve ser visto apenas como ferramenta complementar, a usar em conjunto com outros indicadores, e apenas aplicável a empresas de determinados setores ou em determinadas situações.

King (2001) atribui ao EBITDA quatro aplicações genéricas:

- Substituir análises que se baseiam na relação lucro/preço;
- Medida aplicável em empresas que operam no seu início com prejuízo;
- Medida de avaliação de empresas⁴; e
- Medida de valor disponível.

2.5. O EBITDA em estudos empíricos

Apesar de ser um indicador largamente usado na teoria financeira, por empresas e analistas, e o seu uso ser extensivamente discutido, quer por académicos, quer pelo maio empresarial, não existem muitos trabalhos de pesquisa debruçados sobre o EBITDA, nomeadamente em Portugal. De seguida são apresentados alguns trabalhos de pesquisa:

- Santana e Lima (2004) publicaram “EBITDA: Uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas, no Mercado de Capitais Brasileiro”. Como o próprio título indica o objetivo do estudo foi de verificar o impacto do indicador EBITDA nos retornos dos acionistas, para o período de 1994 a 1999. A pesquisa

⁴ De acordo com o King (2001), o *EBITDA* é fácil de ser calculado e, aplicando um múltiplo apropriado do EBITDA, determina-se o valor da empresa instantaneamente. O grande problema é esse modelo assumir, entre outras coisas, que o EBITDA de um período vai se repetir ao longo da vida da empresa, e isso nem sempre é verdade.

baseou-se em ferramentas estatísticas, tendo chegado à conclusão que apesar de haver uma relação entre EBITDA e os retornos dos acionistas, o grau de correlação não era significativo.

- Salotti e Yamamoto (2005) publicaram “Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do Fluxo de Caixa Operacional – estudo em empresas brasileiras”. A pesquisa pretendeu verificar se o EBITDA pode ser uma aproximação razoável do fluxo de caixa operacional. A pesquisa concluiu que o EBITDA não pode ser considerado uma aproximação do fluxo de caixa operacional, das 70 empresas da amostra, apenas 14 apresentaram diferenças, positivas ou negativas, de menos 10% entre o EBITDA e o FCO.
- Cyzinauskas (2008) publicou “EBITDA versus Fluxo de Caixa Operacional: uma análise para as empresas de telecomunicação no Brasil”. O objetivo da pesquisa foi verificar se existia correlação entre EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional, com o objetivo de verificar se o indicador EBITDA podia ser usado como medida do fluxo de caixa operacional. Através de análise do período entre 2005 e 2007, chegou à conclusão que existe uma correlação forte entre as duas variáveis, nas empresas de telecomunicações brasileiras.
- Cohen (2010) escreveu “O uso do EBITDA como indicador de desempenho no setor imobiliário brasileiro”. Chegando à conclusão que o EBITDA, para análise de desempenho daquele setor, possui uma baixo grau de importância.
- Alcalde (2010) publicou “Efeitos hierárquicos na margem do EBITDA: influências do tempo, firma e setor”. O trabalho explorando a controvérsia entre o meio empresarial e o meio acadêmico, e aproveitando os reduzidos estudos empíricos, pretendeu observar os comportamentos dos EBITDA's de empresas de um mesmo setor e de setores diferentes, ao longo do tempo. Os resultados da pesquisa revelaram que existe uma variabilidade significativa do EBITDA entre empresas do mesmo setor e, que existindo diferenças entre o EBITDA de empresas de setores distintos, ao longo do tempo, a variabilidade é muito inferior a que existe, ao longo do tempo, para empresas do mesmo setor, pelo que a pesquisa colocou em causa capacidade comparativa do EBITDA.

- Mariana Santos (2012), no seu relatório de estágio para obtenção de grau de mestre em gestão, publicou “O estudo do EBITDA no Grupo Almedina”, com intuito de verificar como este indicador varia em função das rubricas da demonstração de resultados.

Existem ainda estudos, que não se debruçando sobre o indicador EBITDA, fazem uso do mesmo na metodologia de investigação, como input é o caso dos seguintes trabalhos:

- Tiago Pereira (2011), na sua tese de mestrado em finanças, intitulada “Is there a berlin Wall in post-issue operating performance of European IPOs?”, com vista a estudar o desempenho operacional das empresas após IPO em empresas europeias. Para essa análise utilizou seis variáveis, EBITDA sobre o total do ativo, EBITDA sobre total das vendas, cash-flows operacionais sobre total do ativo, investimento sobre total do ativo e investimento sobre vendas. Ao analisar 555 empresas de diferentes mercados, não teve em conta a forma como o EBITDA é formado.
- Sónia Ribeiro (2011), na sua tese de mestrado em finanças e fiscalidade, intitulada “Modelos de previsão de incumprimento fiscal através de informação financeira: estudo das empresas de mobiliário de madeira”, com vista a mostrar a importância da *performance* financeira medida por indicadores financeiros, para determinar o risco de incumprimento fiscal no curto prazo. Para esse intuito, entre os indicadores usados pela autora encontra-se, EBITDA sobre total do ativo e EBITDA sobre custos financeiros.

2.6. (Des)Enquadramento normativo do EBITDA

O EBITDA não é um indicador definido nas normas internacionais de contabilidade, assim sendo o seu cálculo não segue uma metodologia rígida, pelo que o EBITDA divulgado por uma empresa pode não ser comparável ao EBITDA divulgado por outra empresa.

A informação transmitida pelas instituições deve ser dotada de algumas características, entre elas a comparabilidade no tempo e no espaço (mesma empresa e entre empresas). Dentro de um sistema de distribuição de informações, existe a necessidade, das instituições, prestarem informações de uma forma mais ou menos padronizada, para garantir o acesso igualitário aos usuários da informação divulgada.

Com focagem nestes objetivos a CMVM em 2005 fez uma consulta pública com vista aprovação de recomendações, às empresas cotadas europeias, aprovada pelo Comité das Autoridades de Regularização dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR)⁵, sobre a utilização de linguagem comum na divulgação de relatórios financeiros, com a finalidade de evitar discrepâncias na utilização de indicadores de *performance* não definidos nas IAS/IFRS, onde se inclui o EBITDA. As recomendações propostas pelo CESR foram:

- Que sejam sempre respeitados na prestação de informação financeira os princípios da relevância, comparabilidade, consistência, e compreensão (em que se baseiam as IAS/IFRS);
- Que sempre que seja utilizado outro indicador de *performance* que não os estabelecidos nas IAS/IFRS, seja também indicado o significado desse indicador;
- Que o significado e a utilização dos indicadores de *performance* alternativos seja constante ao longo do tempo;
- Que sejam sempre indicadas as diferenças dos indicadores de *performance* alternativos relativamente aos indicadores obrigatórios previstos nas IAS/IFRS;

⁵ Recomendação emitida pelo CESR, referência CESR/05-178 b) de Outubro.

- Que na prestação de informação seja dada aos indicadores de *performance* alternativos uma importância equivalente à dos indicadores previstos nas IAS/IFRS de que mais se aproximam;
- Que seja explicado o motivo pelo qual são utilizados indicadores de *performance* alternativos.

Como se pode verificar, as recomendações foram no sentido das empresas proporcionem mais informação sobre o cálculo de indicadores não estabelecidos nas normas, como é o caso do EBITDA, para que os destinatários da informação tenham uma ideia clara do significado daquela informação apresentada.

3. Estudo empírico

3.1. Objetivo

Este estudo pretende verificar se o EBITDA segue uma metodologia única de cálculo e se o seu cálculo e conceito têm sofrido influências ao longo dos tempos com vista à evolução do indicador como representação do potencial de geração de fluxo de caixa operacional derivado de ativos genuinamente operacionais.

O trabalho pretende responder às seguintes perguntas:

Todas as empresas divulgam o EBITDA? Como?

Quantas apresentam a sua forma de cálculo?

Quantas utilizam o EBITDA Recorrente?

Quantas alteraram a sua forma de cálculo?

3.2. Seleção e coleta de dados

Tendo em consideração os objetivos propostos, realizou-se um estudo exploratório sobre a fórmula de cálculo do EBITDA nas empresas não financeiras cotadas no PSI-20 e no IBEX-35⁶, à data de 31 de dezembro de 2011. Assim sendo foram obtidos Relatórios e Contas de 41 empresas, conforme descritas na tabela 2 e na tabela 3, referente aos últimos 4 exercícios económicos.

⁶ Foi excluída desta análise a empresa International Airlines Group, uma vez que foi formada em 2011, resultante da fusão da Iberia com a British Airways.

Tabela 2 – Empresas não financeiras do PSI-20

<u>Empresa</u>	<u>Setor</u>
ALTRI, SGPS	Industria
BRISA	Industria
CIMPOR	Industria
EDP-ENERGIAS	Utilidades
EDP RENOVAVEIS	Utilidades
GALP ENERGIA	Óleo e gás
JERONIMO MARTINS	Industria
MOTA-ENGIL	Industria
PORTUCEL	Industria
PT TELECOM SGPS	Telecomunicações
REN	Utilidades
SEMAPA	Industria
SONAE INDUSTRIA, SGPS	Industria
SONAE	Consumo
SONAE COM, SGPS	Telecomunicações
ZON MULTIMEDIA	Telecomunicações

Tabela 3 – Empresas não financeiras do IBEX-35

<u>Empresa</u>	<u>Setor</u>
Abertis	car parks and motorways
Abengoa	engineering and others
ACS	Construction
Acerinox	minerals, metals and transformation
Amadeus IT Holding	electronics and software
Acciona	Construction
Ebro Foods	food and beverage
Endesa	electricity and gas
Enagás	electricity and gas
FCC	Construction
Ferrovial	Construction
Gamesa	manufacture and assembly of capital goods

Gas Natural	electricity and gas
Grifols	pharmacy products and biotechnology
Iberdrola	electricity and gas
Indra	electronics and software
Inditex	textiles, clothing and shoes
ArcelorMittal	minerals, metals and transformation
Obrascón Huarte Lain	Construction
Red Eléctrica	electricity and gas
Repsol YPF	Petrol
Sacyr Vallehermoso	Construction
Telefónica	telecommunications and others
Mediaset España Comunicación	communication and publicity
Técnicas Reunidas	engineering and others

Os dados das empresas foram obtidos junto da CMVM e da sua congénere espanhola (CNVM), nas suas páginas da internet, e na informação disponibilizada pelas próprias empresas nas suas páginas da internet.

3.3. Metodologia

Tendo em consideração os objetivos propostos, o método de investigação a utilizar no trabalho de dissertação será a pesquisa exploratória, com enfoque na análise económico-financeira dos Relatórios & Contas, dos últimos 4 exercícios económicos (2008, 2009, 2010 e 2011), das empresas não financeiras que compõem o índice PSI-20 e o IBEX-35, a 31 de dezembro de 2011, referenciadas nas tabelas 2 e 3.

Foram essencialmente descortinados nesta análise os relatórios do Conselho de Administração, as demonstrações financeiras e seus anexos, para os exercícios económicos de 2008 a 2011.

Na análise dos referidos documentos foi verificado se existe divulgação, por parte da empresa, do indicador EBITDA e/ou do indicador EBITDA Recorrente (ou Ajustado),

isto é, se a empresa inclui o EBITDA no conjunto dos indicadores que usa para analisar e sinalizar o seu desempenho junto dos *stakeholders*. Sendo o indicador divulgado, verificou-se se existe a divulgação da fórmula que explicita aquele valor. Para as empresas que não apresentem a fórmula de cálculo, com recurso à Demonstração de Resultados e Notas anexas, foi efetuado o cálculo do indicador EBITDA, de acordo com a seguinte fórmula:

- $$\text{EBITDA} = \text{Resultados Operacionais} + \text{Amortizações e Depreciações} + \text{Provisões e Perdas por Imparidade} - \text{Reversões de Provisões}$$

E comparado posteriormente com o valor divulgado pela empresa no seu relatório, de modo a descortinar diferenças no cálculo.

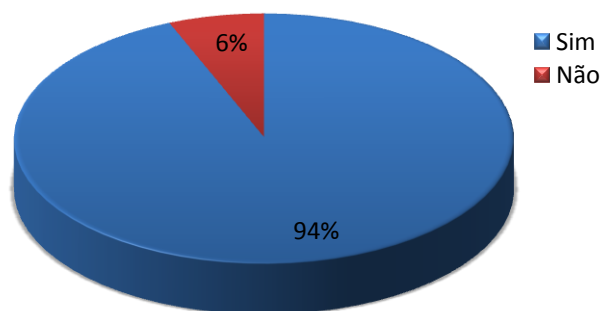
Simultaneamente, foi verificado se houve alteração na fórmula de cálculo ou na forma de divulgação do EBITDA, nos 4 exercícios económicos analisados.

4. Resultados

O EBITDA é um indicador cujo seu cálculo não se encontra definido nas normas internacionais de contabilidade, pelo que o seu cálculo não segue uma metodologia rígida. As rubricas a considerar no seu cálculo podem divergir de empresa para empresa, dificultando assim a comparação entre empresas, uma das vantagens que é apontada a este indicador.

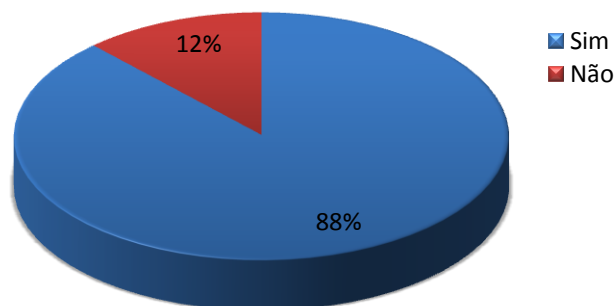
4.1. Divulgação do EBITDA

Gráfico 1 - Empresas que apresentam o EBITDA no PSI-20



Da análise efetuada, às empresas do PSI-20, verificou-se que todas as empresas, para todos os anos, à exceção da EDP, divulgam o valor do EBITDA, através do seu Relatório do Conselho de Administração, usualmente por intermédio de quadros síntese de indicadores económico-financeiros. A EDP apesar de nos seus relatórios referir o indicador EBITDA, não existe uma identificação expressa deste indicador, sendo que a referência ao indicador aparece apenas na mensagem do Presidente do Conselho de Administração, como sinónimo de Resultado Operacional Bruto, como demonstra a frase seguinte, retirada do relatório e contas de 2011, “...melhores resultados operacionais de sempre com o resultado operacional bruto (EBITDA) a crescer 4% para os 3.756 milhões de euros...”. Sendo o indicador Resultado Operacional Bruto o indicador que aparece nos quadros síntese referidos.

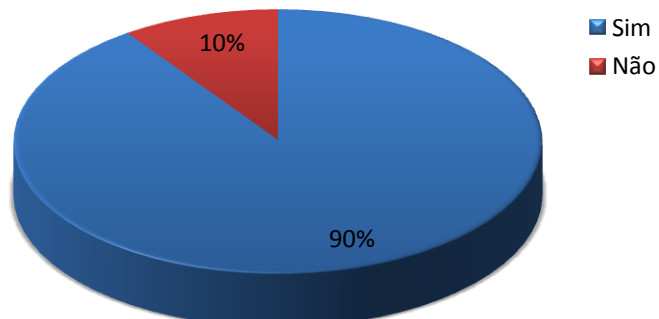
Gráfico 2 - Empresas que apresentam o EBITDA, no IBEX-35



Da análise efetuada, às empresas do IBEX-35, verificou-se que nem todas apresentam o indicador EBITDA, a Indra, a Mediaset e a Técnicas Reunidas, dão preferência ao indicador EBIT, não divulgando o EBITDA.

As que divulgam o valor do EBITDA, fazem-no usualmente através dos Relatórios do Conselho de Administração, por intermédio de quadros síntese de indicadores económico-financeiros. A empresa Telefónica, apesar de não usar a expressão EBITDA, apresenta o indicador OIBDA, que significa “operating income before depreciation and amortization”, cuja diferença para o EBITDA é o ponto de partida do cálculo, na medida que o seu cálculo parte do resultado operacional e não do resultado líquido, como acontece com o EBITDA.

Gráfico 3 - Empresas que apresentam o EBITDA, mercado ibérico



Constatámos assim que apenas 10 % das empresas analisadas não divulga o valor para o indicador EBITDA.

4.2. Fórmula de Cálculo

Tabela 4 – Fórmula de cálculo do EBITDA apresentada nos Relatórios e Contas, empresas do PSI-20

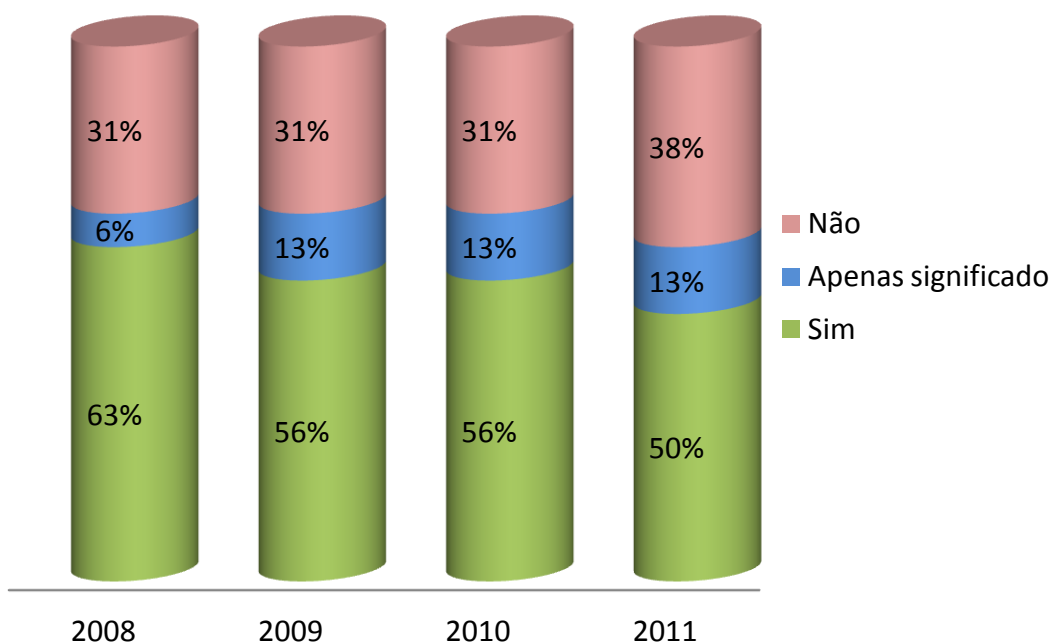
Sociedade	2008	2009	2010	2011
ALTRI, SGPS	EBITDA = Resultados Operacionais (EBIT) + Amortizações;	EBITDA = resultado antes de resultados financeiros, impostos, amortizações e depreciações	EBITDA = resultado antes de resultados financeiros, impostos, amortizações e depreciações	EBITDA = resultado antes de resultados financeiros, impostos, amortizações e depreciações
BRISA	EBITDA = Resultados antes de ganhos e perdas financeiros, impostos e amortizações	EBITDA = Resultados antes de ganhos e perdas financeiros, impostos e amortizações	EBITDA = Resultados antes de ganhos e perdas financeiros, impostos e amortizações	EBITDA = Resultados antes de ganhos e perdas financeiros, impostos e amortizações
CIMPOR	Não	Não	Não	Não
EDP-ENERGIAS	Não	Não	Não	Não
EDP RENOVAVEIS	Não	Não	Não	Não
GALP ENERGIA	EBITDA = Resultados Segmentais/EBIT + Amortizações + Provisões	EBITDA = Resultados Segmentais IAS/IFRS + Amortizações + Provisões.	EBITDA = Resultados Segmentais/EBIT + Amortizações + Provisões	EBITDA = Resultados Segmentais/EBIT + Amortizações + Provisões
JERONIMO MARTINS	Margem EBITDA = (+ Resultados Operacionais + Depreciações - Resultados Operacionais Não Recorrentes) / Vendas e Prestações de Serviços	Margem EBITDA = (+ Resultados Operacionais + Depreciações - Resultados Operacionais Não Recorrentes) / Vendas e Prestações de Serviços	Margem EBITDA = (+ Resultados Operacionais + Depreciações - Resultados Operacionais Não Recorrentes) / Vendas e Prestações de Serviços	Não
MOTA-ENGIL	EBITDA = Resultado Operacional + Amortizações + Provisões e Perdas de Imparidade	EBITDA = Resultado Operacional + Amortizações + Provisões e Perdas de Imparidade	EBITDA = Resultado Operacional + Amortizações + Provisões e Perdas de Imparidade	Não
PORTUCEL	EBITDA = Resultados operacionais + amortizações + provisões	EBITDA = Resultados operacionais + amortizações + provisões	EBITDA = Resultados operacionais + amortizações + provisões	EBITDA = Resultados operacionais + amortizações + provisões

PT TELECOM SGPS	EBITDA = resultado operacional + amortizações.	EBITDA = resultado operacional + benefícios de reforma + amortizações.	EBITDA = resultado operacional + benefícios de reforma + amortizações.	EBITDA = resultado operacional + benefícios de reforma + amortizações.
REN	RO + Amortizações.	EBITDA = resultado operacional, mais amortizações de imobilizado corpóreo e incorpóreo)	EBITDA = resultado operacional, mais amortizações, mais provisões, ajustado por itens não recorrentes	EBITDA = resultado operacional, mais amortizações, mais provisões, ajustado por itens não recorrentes
SEMAPA	EBITDA = resultado operacional + amortizações e perdas por imparidade + provisões – reversão de provisões	EBITDA = resultado operacional + amortizações e perdas por imparidade + provisões – reversão de provisões	EBITDA = resultado operacional + amortizações e perdas por imparidade + provisões – reversão de provisões	EBITDA = resultado operacional + amortizações e perdas por imparidade + provisões (reforços e reversões)
SONAE INDUSTRIA	Não	Não	Não	EBITDA = Resultados Operacionais + Depreciações & Amortizações + (Provisões e perdas por imparidade - perdas por imparidade – Reversão de perdas por imparidade + Reversão de perdas por imparidade de clientes + Reversão de perdas por imparidade de outros devedores - Ganhos em provisões)
SONAE	EBITDA = volume de negócios + outras receitas - reversão de imparidades - goodwill negativo - custos operacionais	EBITDA = Volume de negócios + Outras receitas - Diferenças de consolidação negativas - Reversão de perdas por imparidade - Custos operacionais + Ganhos/perdas com alienação de filiais.	EBITDA = Volume de negócios + outras Receitas – reversão de imparidades + goodwill negativo – custos operacionais - provisões para extensões de garantia + ganhos/perdas com vendas de empresas; a incluir vendas de participações a partir do exercício de 2008	EBITDA = Volume de negócios + outras receitas – reversão de imparidades – goodwill negativo – gastos operacionais - provisões para extensões de garantia + ganhos/perdas com alienações de filiais
SONAE COM	Não	Não	Não	Não

ZON MULTIMEDIA	EBITDA = Resultado antes de Resultados Financeiros e Impostos + Custos com redução de efectivos + Imparidade do Goodwill ± Mais/Menos valias na Alienação de Imobilizado ± Outros Custos/Proveitos + Amortizações	EBITDA = Resultado antes de Resultados Financeiros e Impostos + Custos com redução de efectivos + Imparidade do Goodwill ± Mais/Menos valias na Alienação de Imobilizado ± Outros Custos/Proveitos + Amortizações	EBITDA = Resultado antes de Resultados Financeiros e Impostos + Custos com redução de efectivos + Imparidade do Goodwill ± Mais/Menos valias na Alienação de Imobilizado ± Outros Custos/Proveitos + Amortizações	EBITDA = Resultado antes de Resultados Financeiros e Impostos + Custos com redução de efectivos + Imparidade do Goodwill ± Mais/Menos valias na Alienação de Imobilizado ± Outros Custos/Proveitos + Amortizações
-------------------	--	--	--	---

Como se pode constatar, através da tabela 3, não existe uma metodologia única de cálculo para o indicador EBITDA, sendo que a fórmula de cálculo não é apresentada por todas as empresas do PSI-20.

Gráfico 4 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, PSI-20



Em 2008, das 16 empresas, 6 limitam-se a divulgar o valor do EBITDA sem explicitar a sua fórmula de cálculo, sendo que destas, uma empresa (a Brisa) apresentou, unicamente, o significado do acrónimo EBITDA.

Em 2009 e em 2010, a situação não foi muito diferente, a Altri, SGPS que em 2008 divulgou a fórmula de cálculo do EBITDA, passou a apresentar unicamente o significado do acrónimo EBITDA, passando para 7 o número de empresas que não apresentaram a fórmula de cálculo. Ou seja, 44% das empresas não financeiras do PSI-20, em 2009 e em 2010, não apresentaram a fórmula de cálculo do EBITDA que divulgaram.

Em 2011, a Mota Engil e a Jerónimo Martins, deixaram de apresentar a fórmula de cálculo como vinham fazendo, em sentido oposto, a Sonae Indústria apresentou a fórmula de cálculo do EBITDA divulgado. Assim, em 2011, tivemos 8 empresas (50%) que não apresentaram a fórmula de cálculo do EBITDA divulgado, sendo que 2 dessas (Altri, SGPS e a Brisa), apesar de não terem explicitado a fórmula de cálculo, apresentaram o significado do acrónimo EBITDA.

Sendo apresentada a fórmula de cálculo, torna-se mais perceptível, o que é ou não incluído no cálculo do indicador EBITDA. Mas como se pode ver, na tabela 3, a fórmula de cálculo varia, sendo mais ou menos complexa consoante a empresa. Algumas somam aos resultados operacionais as amortizações, as provisões e perdas de imparidade, outras apenas somam as amortizações e outras, como a Sonae, a Sonae Indústria, a Jerónimo Martins e a Zon, incluem no seu cálculo ainda outras rubricas.

Das empresas que não apresentaram o cálculo, através da análise da demonstração de resultados e anexos, e assumindo a fórmula,

- $$\text{EBITDA} = \text{Resultados Operacionais} + \text{Amortizações e Depreciações} + \text{Provisões e Perdas por Imparidade} - \text{Reversões de Provisões},$$

Constatou-se que existem diferenças no cálculo do indicador EBITDA, também, entre estas. Algumas não consideram no seu cálculo o valor das provisões e/ou perdas por imparidade como são os casos da Sonaecom e da Altri, SGPS, a Sonaecom inclusive apresenta o indicador EBITDAP, que não é mais do que a soma do valor das provisões ao valor do EBITDA por eles calculado.

De referir ainda a presença de alterações no cálculo do indicador EBITDA, entre períodos, na mesma empresa. A PT Telecom, que em 2008 para além de apresentar o

EBITDA, apresentou também o EBITDA excluindo custos com benefícios de reforma, passou a partir de 2009, no cálculo do EBITDA a excluir os custos com benefícios de reforma, como se pode constatar na tabela 3. Por sua vez a REN, que em 2009 divulgou o EBITDA e o EBITDA Recorrente, em 2010 e 2011 assumiu a fórmula de cálculo do EBITDA Recorrente, mas designando-o como EBITDA.

De referir que não havendo uma estrutura conceptual para as demonstrações financeiras, os dados fornecidos nestas, também não são coincidentes, sendo que informação sobre reversões é muitas vezes incluída em rubricas como “Outros proveitos/custos”.

Tabela 5 – Fórmula de cálculo do EBITDA apresentada nos Relatórios e Contas, empresas do IBEX-35

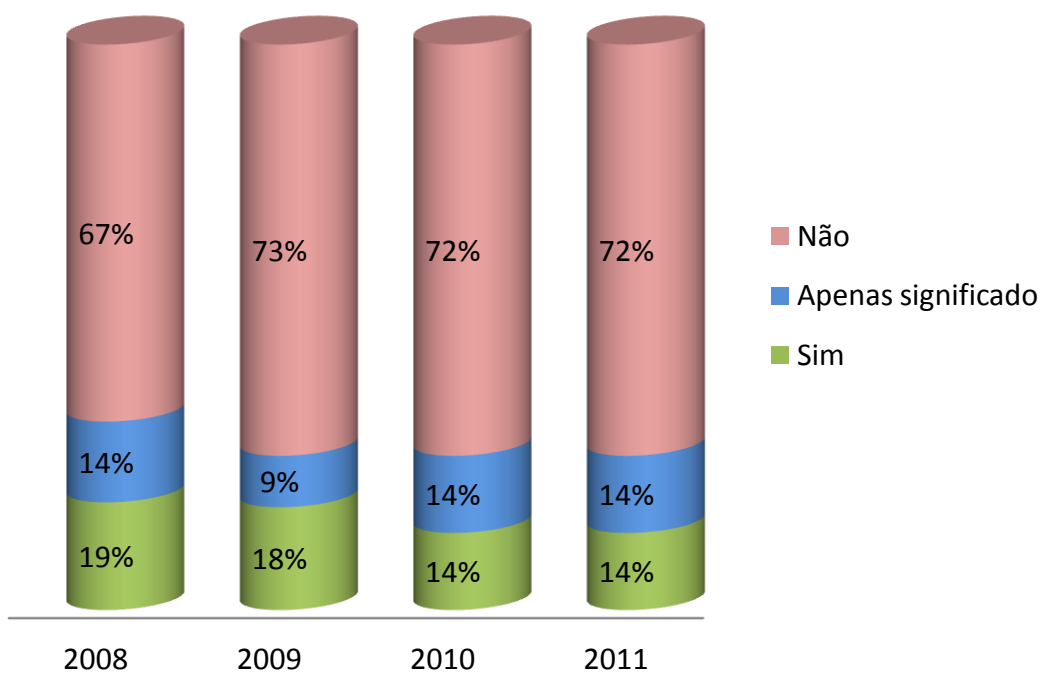
Sociedade	2008	2009	2010	2011
Abertis	Não	Não	Não	Não
Abengoa	Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y provisiones.	Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y provisiones	Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y provisiones	Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y provisiones
ACS	Não	Não	Não	Não
Acerinox	Resultado de exploración + amortizaciones + provisiones	Resultado de exploración + amortizaciones + provisiones	Resultado de explotación descontando las dotaciones para amortización y correcciones valorativas	Resultado de explotación descontando las dotaciones para amortización y correcciones valorativas
Amadeus IT Holding		EBITDA = Operating Income – D&A charges	EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)	EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)
Acciona	Não	Não	Não	Não
Ebro Foods	Não	Não	Não	Não
Endesa	Não	Não	Não	Não
Enagás	Não	Não	Não	Não
FCC	Não	Não	Não	Não
Ferrovial	Não	Não	Não	Não
Gamesa	Não	Não	Não	Não

Gas Natural	Ebitda = Resultado de explotación + amortizaciones + provisiones operativas.	Ebitda = Beneficio de explotación + Amortizaciones + Provisiones operativas-Otros Resultados.	Ebitda = Beneficio de explotación + Amortizaciones + Provisiones operativas – Otros Resultados	Ebitda = Beneficio de explotación + Amortizaciones + Provisiones operativas - Otros resultados.
Grifols	Não	Não	Adjusted EBITDA = Excluding the costs associated with the agreement to purchase Talecris Biotherapeutics	Adjusted Ebitda = Excludes costs relating to the acquisition of Talecris and non-recurring.
Iberdrola	Não	Não	Não	Não
Indra	N/A	N/A	N/A	N/A
Inditex	EBITDA - Operating profit before interest, depreciation and provisions.	Não	Não	Não
ArcelorMittal	EBITDA is defined as operating income plus depreciation, impairment expenses and exceptional items.	Não	EBITDA is defined as operating income plus depreciation, impairment expenses and exceptional items.	Ebitda is defined as operating income plus depreciation, impairment expenses and exceptional items.
Obrascón Huarte Lain	Não	Não	Não	Não
Red Eléctrica	Não	Não	Não	Não
Repsol YPF	Não	Não	Não	Não
Sacyr Vallehermoso	EBITDA - calculado como el resultado de explotación más amortizaciones y más la variación de las provisiones de tráfico	Não	Não	Não
Telefónica	operating income before depreciation and amortization (OIBDA)	operating income before depreciation and amortization (OIBDA)	operating income before depreciation and amortization (OIBDA)	operating income before depreciation and amortization (OIBDA)

Mediaset España Comunicación	Não	N/A	N/A	N/A
Técnicas Reunidas	N/A	N/A	N/A	N/A

Como se pode constatar, também, através da tabela 4, não existe uma metodologia única de cálculo para o indicador EBITDA, sendo que a fórmula de cálculo não é apresentada por grande maioria das empresas, que apresentou o indicador nos seus Relatórios e Contas.

Gráfico 5 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, IBEX-35



Em 2008, das 25 empresas analisadas do IBEX-35, três não apresentavam o indicador, sendo das restantes apenas quatro apresentavam a fórmula de cálculo e três divulgavam unicamente o significado do acrónimo, as restantes empresas limitaram-se a apresentar o valor do EBITDA.

Em 2009, a Sacyr, que em 2008 apresentava a fórmula de cálculo do valor do EBITDA por si divulgado deixou de o fazer, em contrapartida a Amadeus, em 2009, apresentou a fórmula de cálculo.

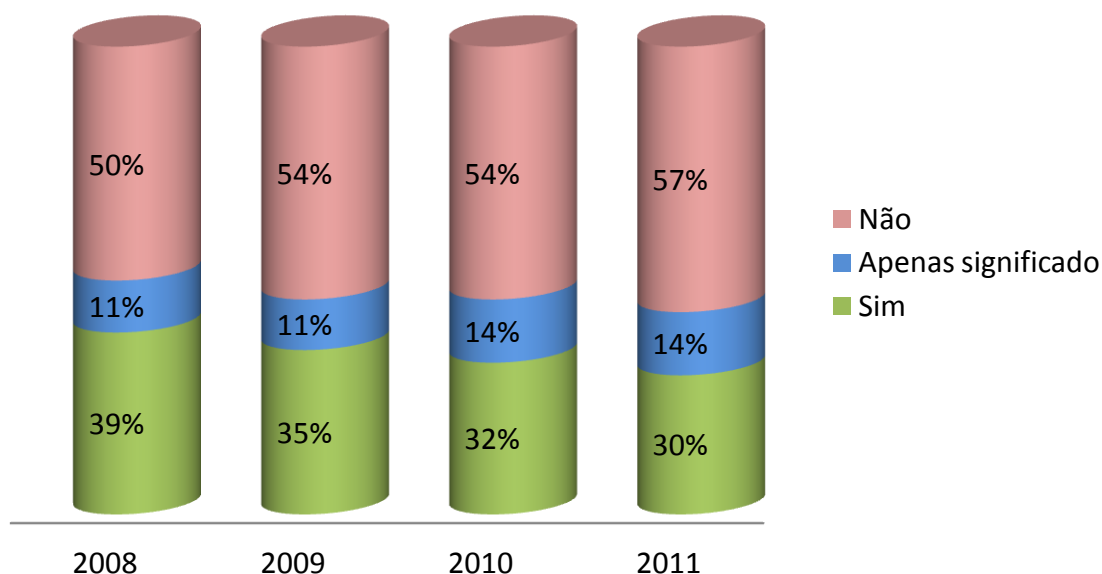
Em 2010 e 2011, existem três empresas a divulgar a fórmula de cálculo (Acerinox, Gas Natural e Arcelor Mittal), empresas que divulgaram a fórmula de cálculo nos quatro anos. Existem, ainda, três outras empresas apresentar unicamente o significado do acrónimo (Abengoa, Amadeus e Telefónica), as restantes empresas limitaram-se apresentar o valor do EBITDA.

De salientar que apesar de não apresentarem fórmula a Inditex e a Telefónica apresentam na sua demonstração de resultados uma alínea própria para a rubrica EBITDA.

De referir ainda a presença de alterações de cálculo do EBITDA entre períodos na empresa Gas Natural, que a partir de 2009 passou no cálculo do EBITDA a retirar os efeitos de “outros resultados” que em 2008 não retirava. A Grifols, em 2010, passou a excluir os efeitos de resultados não recorrentes, e a Obráscón, também no mesmo ano, passou a excluir as provisões que anteriormente considerava para o valor do EBITDA.

É importante ainda referir que dada a pouca informação das notas anexas e da pouca desagregação das rubricas na demonstração de resultados, tornou-se difícil a perceção das rubricas incluídas por algumas entidades no cálculo do EBITDA.

Gráfico 6 - Empresas apresentam fórmula de cálculo, mercado ibérico



No somatório dos dois mercados, verificámos que mais de 50% das empresas não apresentam a fórmula de cálculo usada para chegarem ao valor do EBITDA por elas divulgado.

4.3. EBITDA Recorrente

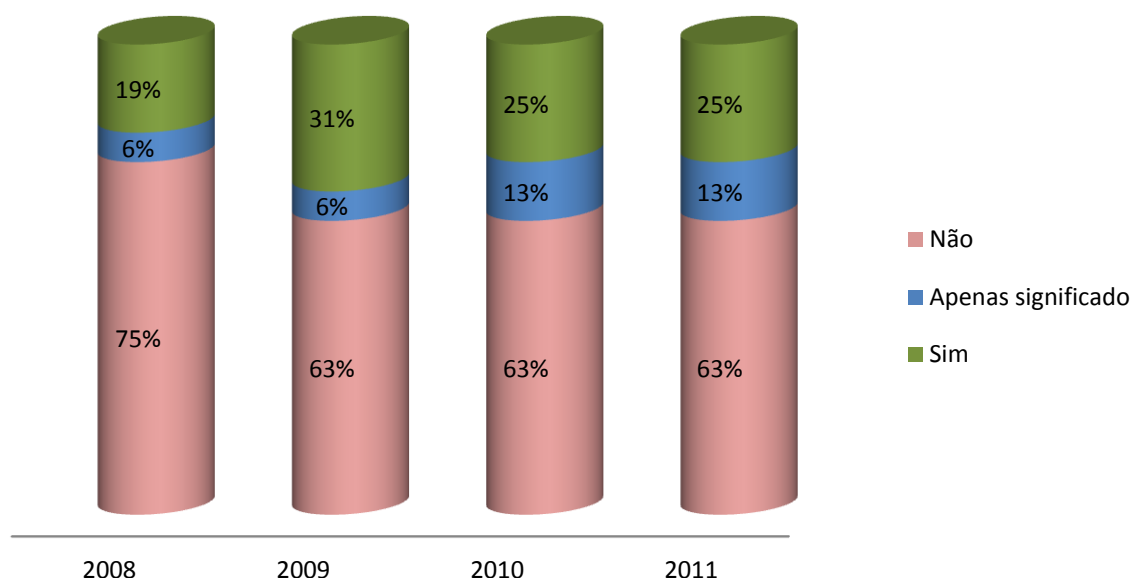
Algumas das empresas analisadas do mercado PSI-20, apresentam nos seus relatórios o indicador EBITDA Recorrente (ou Ajustado), como se pode ver na tabela seguinte.

Tabela 6 - EBITDA Recorrente, PSI-20

Empresas	2008	2009	2010	2011
ALTRI	Não	Não	Não	Não
BRISA	Não	Não	Não	Não
CIMPOR	Não	Não	Não	Não
EDP-ENERGIAS	Não	Não	Não	Não
EDP RENOVAVEIS	Não	Não	Não	Não
GALP ENERGIA	Sim	Sim	Sim	Sim
JERONIMO MARTINS	Sim*	Sim*	Sim*	Sim*
MOTA-ENGIL	Não	Não	Não	Não
PORTUCEL	Não	Não	Não	Não
PT TELECOM SGPS	Não	Não	Não	Não
REN	Não	Sim	Sim*	Sim*
SEMAPA	Sim	Sim	Sim	Sim
SONAE INDUSTRIA	Sim	Sim	Sim	Sim
SONAE	Não	Sim	Sim	Sim
SONAE COM	Não	Não	Não	Não
ZON MULTIMEDIA	Não	Não	Não	Não

* O indicador apresentado é designado de EBITDA, mas no cálculo são excluídos os itens não recorrentes, pelo que se equipara esse indicador ao EBITDA Recorrente

Gráfico 7 – Empresas apresentam o EBITDA Recorrente, PSI-20



Mas o que significa EBITDA Recorrente (ou Ajustado)?

No relatório da empresa Sonae, o EBITDA Recorrente é definido como o “EBITDA excluindo valores não recorrentes, tais como ganhos com a venda de investimentos e outros valores que distorcem a comparabilidade”.

No relatório da Galp pode-se ler, “os resultados ajustados excluem determinados eventos de carácter não recorrente, tais como ganhos ou perdas na alienação de activos, imparidades ou reposições de imobilizado e provisões ambientais ou de reestruturação, que podem afectar a análise dos resultados da empresa, e que não traduz o seu desempenho operacional”.

Podemos depreender daqui que o EBITDA Recorrente é nada mais do que o assumir que o EBITDA deve refletir apenas o que está relacionado com o *core business* da empresa, são assim excluídos custos e proveitos que tenham ocorrido e que não estejam intimamente relacionados com a atividade operacional da empresa.

Da análise efetuada podemos constatar que das 16 empresas analisadas, referentes ao mercado PSI-20, em 2008 apenas 3 empresas apresentavam o indicador EBITDA

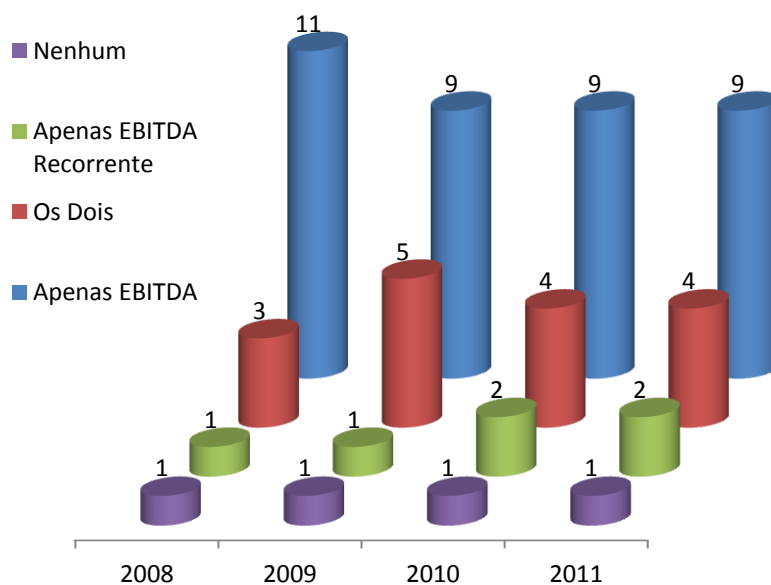
Recorrente, e uma (Jerónimo Martins), que designando o indicador como EBITDA, pela fórmula de cálculo por si apresentada, que exclui resultados operacionais não recorrentes, aproxima-se do significado de EBITDA Recorrente, ou seja, a empresa assume que o indicador EBITDA não deve incluir resultados que não estejam relacionados com atividade corrente da empresa.

Em 2009, 2 empresas, a Sonae e a REN, passaram a apresentar não só o indicador EBITDA como apresentaram também o EBITDA Recorrente, tendo a REN, em 2010 e 2011, usado unicamente o EBITDA Recorrente, mas assim como a Jerónimo Martins, o que apresenta é a designação EBITDA, para um indicador cujo seu cálculo é ajustado dos itens não recorrentes.

Assim sendo em 2010 e 2011, temos 4 empresas a apresentar o EBITDA Recorrente e 2 (Jerónimo Martins e REN) que apesar de atribuírem a designação EBITDA ao indicador, no seu cálculo não incluem resultados que não estejam relacionados com atividade corrente da empresa.

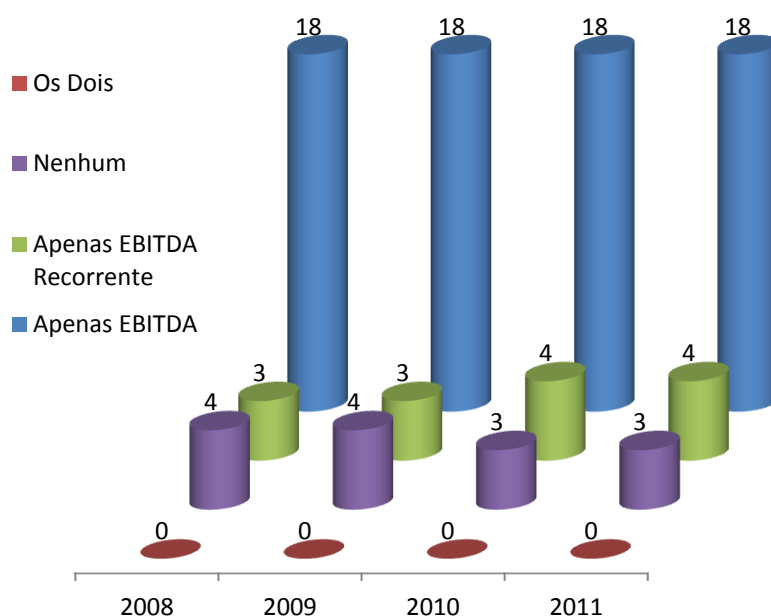
Temos assim empresas que apresentam dois indicadores, o EBITDA e o EBITDA Recorrente, outras que apresentam só um, o EBITDA ou EBITDA Recorrente.

Gráfico 8 – Indicador apresentado, PSI-20



No mercado IBEX-35, das 25 empresas analisadas, temos uma única empresa, a Grifols, que em 2010 e 2011, apresentava no seu relatório o indicador a que chama “adjusted Ebitda”. Adicionalmente, verificou-se que outras três empresas, a FCC, a Arcelor Mittal e a Red Eléctrica, que apesar de apresentarem o indicador EBITDA, a decomposição do valor que divulgam permite concluir que excluem os chamados itens não recorrentes, inclusive a fórmula de cálculo apresentada pela Arcelor Mittal, para obtenção do valor do EBITDA (“Ebitda is defined as operating income plus depreciation, impairment expenses and exceptional items”) revela claramente a exclusão de itens não recorrentes no cálculo do EBITDA.

Gráfico 9 – Indicador apresentado, IBEX-35



Podemos constatar, que contrariamente ao mercado português, no mercado espanhol, não existe uma tendência para distinguir o EBITDA do EBITDA Recorrente (ou Ajustado).

É importante salientar dada a pouca informação das notas anexas e da pouca desagregação das rubricas na demonstração de resultados, tornou-se difícil a perceção das rubricas incluídas por algumas entidades no cálculo do EBITDA, pelo que não se exclui a possibilidade de existirem mais empresas a usar o EBITDA Recorrente, ou seja,

a não incluírem o valor dos resultados não correntes da entidade, no valor que divulgam para o indicador EBITDA.

A falta de padronização dificulta a comparação de empresas, esta ausência de padronização no cálculo e forma de divulgação não é alheia ao facto de o EBITDA não estar definido nas normas internacionais contabilísticas, dando azo a diferentes interpretações do indicador.

5. Conclusão

A presente dissertação prende-se com a análise do EBITDA, um indicador fortemente usado quer pelos preparadores da informação contabilística, quer pelos órgãos administrativos, quer pelos analistas e investidores, para a tomada de decisões.

É um indicador usualmente utilizado para comparação de resultados entre empresas dadas as vantagens que lhe são apontadas pelos seus defensores, na comparação da *performance* operacional entre empresas, mesmo globalmente, uma vez que desconsidera os efeitos de decisões de investimento, financiamento e planeamento fiscal, avaliando unicamente a produtividade e a eficiência do empreendimento. O EBITDA pretende assim demonstrar o potencial de geração recursos de uma empresa através da sua atividade operacional.

As empresas que compõem o PSI-20 e do IBEX-35 têm ao nível das boas práticas de *corporate governance* e de uma gestão transparente divulgar o maior número de informação possível, numa lógica de *comply or explain*, mesmo que a mesma não seja expressamente obrigatória pelas normas nacionais ou internacionais, nomeadamente pelos reguladores de mercado.

Contudo, a forma de cálculo do indicador EBITDA, como se pode constatar na tabela 4 e na tabela 5, é diversificada, tendo em comum apenas o acréscimo das amortizações e depreciações ao resultado operacional. Esta diversidade coloca problemas de comparação de valores entre empresas, uma das vantagens, se não a mais importante, apontada ao indicador.

Um número significativo das dezasseis empresas analisadas no mercado português, seis em 2008 e oito em 2011, não apresentaram a fórmula de cálculo, nos seus relatórios e contas, para o valor divulgado do indicador EBITDA. Valor que é mais significativo no mercado espanhol, apenas quatro empresas, das vinte e cinco analisadas, em 2008 e 2009, e três em 2010 e 2011, apresentavam a fórmula de obtenção do valor do EBITDA por si divulgado.

E para as empresas que não divulgam a fórmula a grande dificuldade em obter o valor por elas apresentado, reside no facto da demonstração de resultados nem sempre incluir

linha específica para provisões e perdas por imparidade, sendo necessário a pesquisa nas notas anexas para percepção desse valor, nem sempre alvo de descortino. Por outro lado, a exclusão ao resultado operacional, de outras rubricas, como itens não recorrentes, dificulta ainda mais a obtenção do valor do indicador através da demonstração de resultados, e mesmo recorrendo à consulta das notas anexas, pois não existe uma separação clara do que é considerado recorrente e não recorrente, existindo esta mesma dificuldade mesmo para as empresas que apresentam a fórmula de cálculo, uma vez que ao indicarem na fórmula que excluem resultados não recorrentes, a não apresentação clara dos itens que são considerados não recorrentes dificulta a percepção do que aqui é considerado.

Detendo a expressão “operacional” uma extrema relevância para o EBITDA, para além da não inclusão dos efeitos das decisões de investimento, financiamento e planeamento fiscal, deverá existir uma atenção para os resultados oriundos de situações não recorrentes, como é o caso da venda de ativos ou partes do negócio, uma vez que são situações pontuais, e que podem distorcer o valor da empresa.

O mais comum é existir uma diferenciação do EBITDA, que inclui resultados não recorrentes, e do EBITDA Recorrente, cujos resultados não recorrentes são expurgados. A tabela 6 demonstra-nos isso mesmo, no mercado português três empresas em 2008 e quatro em 2011, a apresentar os indicadores EBITDA e EBITDA Recorrente. Contudo a mesma tabela revela-nos que uma empresa em 2008 e 2009, e duas em 2010 e 2011, não faziam esta distinção, designando de EBITDA, e não de EBITDA Recorrente, o indicador que expurgava os efeitos dos resultados não recorrentes. As restantes empresas apresentam unicamente o indicador EBITDA e não excluem do seu cálculo os resultados não recorrentes.

No mercado espanhol, temos unicamente uma empresa (a Grifols), em 2010 e 2011 a distinguir o EBITDA Recorrente, existindo outras três empresas, que não fazem distinção do EBITDA do EBITDA Recorrente, designando de EBITDA o valor que expurga efeitos de resultados não recorrentes.

As tabelas de divulgação (tabela 3 e 4) demonstram a diversidade de cálculo existente, e testemunha a falta de padronização na forma de cálculo e na divulgação deste indicador, facto que não contribui para que o indicador EBITDA, possa cumprir com os seus objetivos de avaliação e comparação da *performance* operacional de empresas.

Comparando o mercado português com o mercado espanhol, pode-se verificar existir uma maior sensibilidade das empresas portuguesas para a apresentarem a fórmula de cálculo do indicador assim como existe uma maior diferenciação entre o EBITDA e o EBITDA Recorrente, concorrendo assim para uma maior transparência da informação divulgada.

Tendo em consideração a demonstração de resultados proposta pela estrutura concetual do Sistema de Normalização Contabilístico e dado os resultados aqui apresentados, da diversidade de cálculo do indicador EBITDA, o subcálculo apresentado “Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos” nessa demonstração de resultados, que pretende ser o “tradicional” indicador EBITDA deverá merecer adequada reflexão crítica por parte de quem examina a essa rubrica.

Podemos nomeadamente verificar a inclusão no cálculo do EBITDA de rubricas como imparidades, provisões que são por muitas empresas excluídas no seu cálculo do indicador EBITDA, para não falar do critério para assunção do que é corrente e não corrente, pelo que se perguntar qual o verdadeiro valor informacional dessa rubrica.

Como recomendação para futuro sugere-se que seja estudado o valor informacional da rubrica “Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos” presente na demonstração de resultados por natureza, do Sistema de Normalização Contabilístico. Sugere-se também o alargamento da amostra a outros mercados e entidades, com intuito de verificar se existe alguma tendência de divulgação em determinado setor ou mercado.

Referências Bibliográficas

COELHO, Fabiano. EBITDA: A busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro. Revista Pensar Contábil – Ano VI – nº 26 – Nov/Dez 2004 a Jan de 2005

CYZINAUSKAS, Irma Maria Reckziegel. EBITDA versus Fluxo de Caixa Operacional: uma análise para as empresas de telecomunicações no Brasil. Centro Universitário Feevale. Novo Hamburgo, 2008.

FREZATTI, F. Management accounting profile of firms located in Brazil: a field study. *Brazilian Administrative Review*, n.1, p.73-85, 2005.

FREZATTI, Fábio, BRAGA DE AGUIAR, Andson. EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Universo Contábil*, vol.3, núm. 3, septiembre-diciembre, 2007, pp. 7-24. Universidade Regional de Blumenau, Brasil. Disponível em: <http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=117016548002>

GRADILONE, Cláudio. Para que serve o Ebitda? 2002. Disponível em: <http://www.peritocontador.com.br/forum/index.cgi?read=220>

GREENBERG, Herb. EBITDA: never trust anything that you can't pronounce. *Fortune*, New York, n 137. P 92-194, 1998. Disponível em: http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/22/244160/index.htm

HOJI, Masakazu. Controladoria e gestão – indicadores financeiros baseados em fluxo de caixa: EBITDA e fluxo de caixa livre. IOB – Informações Objetivas, caderno Temática e Contábil e Balanços, São Paulo: IOB, nº 15, p. 1-7, 2004

KING, Alfred M. *Warning: Use of EBITDA May Be Dangerous to Your Career*. *Strategic Finance*. Vol. 83, n.4, September, 2001.

MARTINS, Eliseu. “EBITDA” – O que é isso? IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços. São Paulo: Boletim IOB 06/98, p. 1-7, 1998.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; CARNEIRO JUNIOR, João Bosco Arbués; KUHL, Carlos Alberto. *Análise Financeira das Empresas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2008.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial*. – 7. Ed. – São Paulo: Atlas, 2010.

MCCLURE, B. A clear look at EBITDA. 2010. Disponível em:
<http://www.investopedia.com/articles/06/ebitda.asp>.

PEREIRA, Tiago de Pinho. *Is there a berlin Wall in post-issue operating performance of European IPOs?* 2011, Porto

RIBEIRO, Sónia Maria da Silva. *Modelos de previsão de incumprimento fiscal através de informação financeira: estudo das empresas de mobiliário de madeira*. Setembro de 2011, Porto.

SALOTTI, Bruno Meirelles, YAMAMOTO, Marina Mitiyo. *UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE O EBITDA COMO REPRESENTAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL – ESTUDO EM EMPRESAS BRASILEIRAS*. Universidade de São Paulo, 2002.

SANTOS, Mariana Luísa Moutinho. *O estudo do EBITDA no Grupo Almedina*. Março 2012, Coimbra

SANTOS, Pedro. *Será o EBITDA o melhor instrumento de avaliação de empresas?* Disponível em: http://www.sonegocios.pt/ver_artigo.php?id_artigo=14

SCHRAND, Cathy. *Já é hora de se livrar do EBITDA?* Disponível em:
<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=503>

STUMPP, Pamela M., MARSELLA, Tom, ROWAN, Mike, MCCREARY, Rob e COPPOLA, Monica. *Putting EBITDA In Perspective: Ten Critical Failings of EBITDA As The Principal Determinant Of Cash Flow*. *Moody's Investor Service – Global Credit Research*, New York: Jun/2000

VASCONCELOS in “EBITDA como instrumento de avaliação de empresas”, Revista Brasileira de Contabilidade julho/agosto 2002, nº 136, pág. 41,

ZAFFANI, Carlos Alberto. EBITDA – Virtudes e Defeitos. Disponível em:

<http://www.calcgraf.com.br/content.php?recid=81&type=A>.

Sites Consultados:

<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=661>

<http://www.abengoa.com/corp/web/es/index3.html>

<http://www.abertis.com/var/lang/en>

<http://www.acciona.es/>

<http://www.acerinox.es/>

<http://www.altri.pt/>

<http://www.amadeus.com/amadeus/amadeus.html>

<http://www.arcelormittal.com/corp/>

<http://www.brisa.pt/PresentationLayer/homepage.aspx>

<http://www.cimpor.pt/>

<http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>

<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

<http://www.ebrofoods.es/en/>

<http://www.edp.pt/pt/Pages/homepage.aspx>

<http://www.edprenovaveis.com/>

http://www.enagas.com/cs/Satellite?pagename=ENAGAS/Page/ENAG_home

<http://www.endesa.com/en/Home>

<http://www.fabianocoelho.com.br/material-academico.html>

<http://www.fcc.es/fccweb/index.html>

<http://www.ferrovial.com/>

<http://www.galpenenergia.com/PT/Paginas/Home.aspx>

<http://www.gamesacorp.com/en/>

<http://www.gasnaturalfenosa.com/es/1285338501612/inicio.html>

<http://www.grifols.com/portal/en/grifols/home>

<http://www.grupoacs.com/index.php/en/>

<http://www.gruposyv.com/>

<http://www.iberdrola.es/webibd/corporativa/iberdrola?IDPAG=ESWEBINICIO>

<http://www.inditex.com/en>

<http://www.indracompany.com/en/>

<http://www.jeronimomartins.pt/>

<http://www.mediaset.es/inversores/es/>

<http://www.mota-engil.pt/>

<http://www.ohl.es/>

<http://www.portucelsoporcel.com/pt/>

<http://www.rcaap.pt/>

<http://www.ree.es/ingles/home.asp>

<http://www.ren.pt/vPT/Pages/Homepage.aspx>

http://www.repsol.com/es_en/

<http://www.semapa.pt/default.asp?detectflash=false>

<http://www.sonaeindustria.com/>

<http://www.sonae.pt/pt/>

<http://www.sonae.com/home/>

<http://www.tecnicasreunidas.es/es/>

<http://www.teixeiraduarte.pt/>

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT>

<http://www.telefonica.com/en/home/jsp/home.jsp>

<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=503&language=portuguese>

<http://www.zon.pt/Pages/Home.aspx>

